

Escenario se torna más favorable: contracción de la economía sería más contenida, aunque bajar la inflación será más lento y costoso. A nivel global se advierte también una mayor persistencia inflacionaria, aunque se reducen los riesgos en materia de actividad.

1 La economía chilena ha mostrado una mayor capacidad de adaptación frente a las altas tasas de interés, buscando llevar la inflación de vuelta a 3%. Para 2023 proyectamos una contracción de 0,5% del PIB, bastante más moderada de lo que veíamos hace algunos meses. Detrás de ello se reconoce un sorpresivo dinamismo de servicios, mientras minería debería aportar significativamente por la entrada en operación de nuevos proyectos. El ajuste de comercio debería seguir su curso, aunque de forma más atenuada, dada una política monetaria que continuará siendo altamente contractiva en el año.

2 La inflación sería algo más persistente de lo que anticipábamos, debido precisamente al mayor dinamismo de la economía, así como las mayores presiones externas. Acorde con ello, hemos revisado nuestra proyección a diciembre a 5,2% anual, cuatro décimas por sobre lo que veíamos en el Informe anterior. Por esta razón, el Banco Central sería algo más cauto, iniciando el proceso de recortes a partir de julio. Llevaría la tasa de política a 8% en diciembre, para recién a inicios de 2025 situarla en el nivel neutral de 4%.

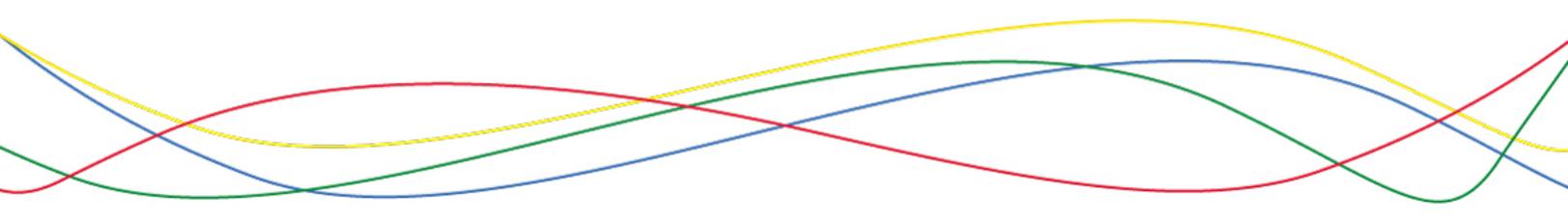
3 Cabe hacer notar que a pesar del mejor ánimo que se reconoce, vemos que la incertidumbre para lo que viene es aún elevada. El proceso constitucional, las reformas en discusión del lado tributario, pensiones y salud, además de una polarización social que aún se reconoce alta, introducen riesgos. Solo en la medida que prime el diálogo y los acuerdos entre los actores políticos y sociales, la incertidumbre podrá ir reduciendo, llevando así a un mejor desempeño de la economía.

4 Del lado externo se advierten también señales de mayor resiliencia. La actividad se ha mostrado más dinámica de lo previsto, llevando a alzas moderadas en las proyecciones de crecimiento. China da cuenta de una recuperación tras abandonar las duras políticas sanitarias y reconocer más apoyo del gobierno. América Latina crecería algo sobre 1%, de cualquier manera una cifra pobre, atendiendo a señales políticas que no ayudan a recuperar la confianza y una tensión social que se sostiene en buena parte de la región.



Índice

3	Resumen
5	Actividad Internacional
6	Materias Primas
7	Actividad Local
9	Inflación
11	Mercado Laboral
12	Política Monetaria
14	Política Fiscal
15	Tipo de Cambio
17	Tema Especial
19	Riesgos para la Economía
21	Proyecciones Trimestrales
22	Glosario



Resumen

La economía chilena ha mostrado una mayor capacidad de adaptación frente al escenario de ajuste que se ha ido implementado, con el propósito de corregir los desequilibrios y llevar la inflación de vuelta a la meta de 3%. El crecimiento ha estado por encima de lo previsto en los últimos meses, por lo que el PIB de 2022 habría cerrado con una expansión de 2,7%. Para este año, en tanto, estamos anticipando una contracción de 0,5%, bastante más moderada de lo que veíamos hace algunos meses. Detrás de ello se reconoce un mayor dinamismo de servicios especialmente, mientras minería debería aportar de forma significativa al crecimiento de este año por la entrada en operación de nuevos proyectos. El ajuste de comercio debería seguir su curso, atendiendo a una política monetaria que continuará siendo altamente contractiva en el año, a pesar de que vemos que a partir de julio se iniciaría un proceso gradual de normalización de la tasa de interés de referencia, algo más tardíamente de lo que se anticipaba en el informe anterior.

Frente a la mayor resiliencia de la economía, se plantea como hipótesis la heterogeneidad de los impactos en el consumo, así como en los efectos de la política monetaria, según el segmento de ingreso de la población. El fenómeno inflacionario ha estado más fuertemente vinculado a alimentos y energía, por lo que le ha pegado con más fuerza a aquellos estratos donde el peso de estos productos es mayor. Asimismo, como respuesta a la alta liquidez que se inyectó en pandemia, los segmentos de ingresos más elevados, y que fueron menos golpeados por la crisis, tienen hoy mejor capacidad para enfrentar tasas de interés altamente contractivas. Los modelos y respuestas tradicionales de la economía no incorporan componentes como la distribución del ingreso y riqueza, los que probablemente en este ciclo están jugando un rol más relevante que en el pasado.

Tabla Proyecciones Chile
(Porcentaje)

		2021	2022	2023	2024	2025
Crecimiento PIB	%	11,7	2,7	-0,5	1,8	2,0
Consumo Hogares	%	20,3	3,3	-3,9	1,0	2,3
Inversión Capital Fijo	%	17,6	4,2	-3,6	-1,3	0,8
Exportaciones	%	-1,5	0,1	3,5	3,6	2,6
Importaciones	%	31,3	1,9	-7,3	-0,2	3,2
Inflación (dic)	%	7,2	12,8	5,2	3,3	3,0
Tasa Política Monetaria (dic)	%	4,00	11,25	8,00	5,00	4,00
Tipo de Cambio (dic)	CLP/USD	850	860	840	820	820
Tasa de desempleo (dic)	%	7,5	7,9	8,6	8,2	8,0
Balance Fiscal	% PIB	-7,7	1,1	-2,8	-2,5	-1,7
Balance Cuenta Corriente	% PIB	-6,6	-8,9	-3,7	-2,6	-2,2
Precio Cobre (dic)	USD/lb	4,45	3,80	4,00	4,00	4,00
Precio WTI (dic)	USD/b	75	80	75	70	70

Fuente: Bci Estudios. Cierre Estadístico: 2 de marzo 2023

Tabla Proyecciones PIB Mundo
(Porcentaje)

Crecimiento PIB	2021	2022	2023	2024	2025
EE.UU.	5,7	2,0	1,1	1,1	1,9
Zona Euro	5,2	3,5	0,6	1,4	1,7
Japón	1,7	1,4	1,5	1,0	1,0
China	8,1	3,0	5,2	4,8	4,7
India	8,7	6,8	6,5	6,4	3,2
América Latina	6,9	3,9	1,4	1,9	2,4
América Latina 6	6,9	3,6	1,2	1,8	2,2
Chile	11,7	2,7	-0,5	1,8	2,0
Argentina	10,4	4,2	1,0	1,5	2,0
Brasil	4,6	2,8	1,0	1,7	2,0
Colombia	10,6	7,5	1,8	2,5	3,2
México	4,8	2,5	1,5	1,7	2,1
Perú	16,1	2,7	2,4	2,9	3,1
Mundo (PPP)	6,0	3,4	2,7	3,0	3,1

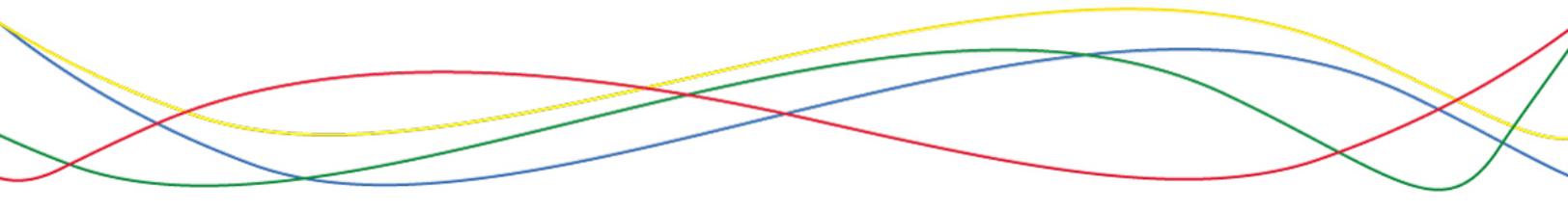
Fuente: Bci Estudios, sobre la base de FMI y bancos de inversión.

La inflación sería algo más persistente de lo que anticipábamos, debido precisamente al dinamismo de la economía más allá de lo previsto, así como las mayores presiones internacionales. Acorde con ello, hemos revisado nuestra proyección a diciembre a 5,2% anual, cuatro décimas por sobre lo que veíamos en el Informe anterior. Por esta razón, el Banco Central sería algo más cauto en su rebaja de tasas durante el segundo semestre, llevando la tasa de política hacia 8% a diciembre, para recién a inicios de 2025 situarla en el nivel neutral de 4%.

Cabe hacer notar que a pesar del mejor ánimo que se reconoce, lo que ha contribuido a la baja en el tipo de cambio respecto a lo que se observaba hace algunos meses, vemos que la incertidumbre para lo que viene es aún relevante. El proceso constitucional, las reformas en discusión del lado tributario, pensiones y salud, además de una polarización social que aún se reconoce elevada, introducen riesgos. Solo en la medida que prime el diálogo y los acuerdos entre los actores políticos y sociales, se podrán ir reduciendo y permitiendo un mejor desempeño de la economía.

Del lado externo, se advierten señales de mayor resiliencia. La actividad se ha mostrado más dinámica de lo previsto, especialmente del lado de servicios, tanto en EEUU como en Europa. Esto ha llevado a revisiones al alza en las proyecciones de crecimiento de este año, haciendo ver que si bien la probabilidad de recesión en estas regiones se mantiene en torno a 50%, sería de carácter menor. China, en tanto, ha dado cuenta de una recuperación tras abandonar las políticas sanitarias extremadamente duras y reconocer un mayor apoyo del gobierno. Esto llevaría a una expansión de su producto en torno a 5%, que la da un buen sostén al precio del cobre en 4 US\$/lb. América Latina crecería algo sobre 1%, de cualquier manera una cifra pobre, atendiendo a señales políticas que no ayudan a la economía y una tensión social que se sostiene en buena parte de los países de la región.

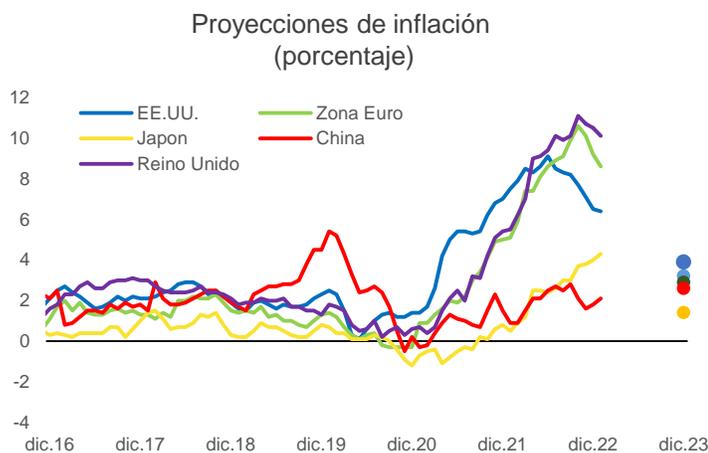
En materia de riesgos, la guerra en Ucrania continúa siendo una fuente de especial preocupación por sus efectos sobre la geopolítica global, así como los precios de materias primas y comercio internacional. Todo apunta a que el conflicto bélico se prolongará en el tiempo, manteniendo la tensión Rusia-Occidente. De cualquier manera, Europa ha sido capaz de resistir de mejor forma de lo previsto a los recortes de suministro de gas. El rol de China en el mismo, así como su relación con EEUU, será también foco de análisis y potencial fuente de riesgo. Del lado local, el desarrollo del proceso constituyente merece una especial atención, a pesar de que se reconocen bordes bien definidos. La capacidad de diálogo y búsqueda de acuerdos en reformas claves, como son pensiones e impuestos, es central. Habrá que analizar sus avances y la disposición para alcanzar acuerdos. Finalmente, la persistencia inflacionaria y la evolución de la actividad serán fundamentales en la definición del momento en que el Banco Central inicie un proceso de bajas en la tasa de política. Predomina el riesgo de que ello sea más lento de lo previsto, a la luz de las cifras más recientes de actividad y un escenario global que reconoce una mayor persistencia inflacionaria.



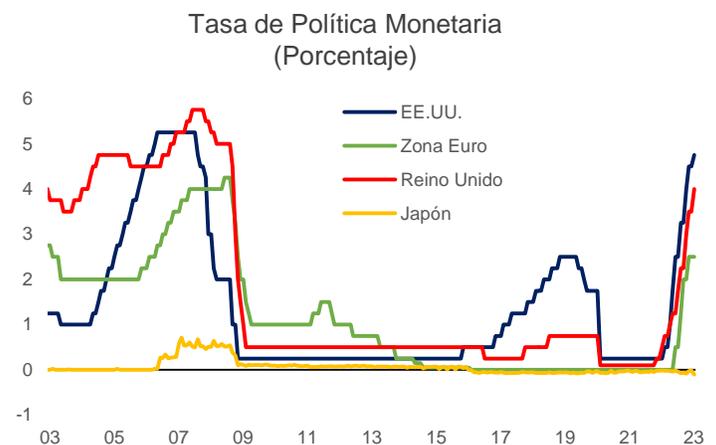
El menor ritmo de desaceleración de la inflación endurece el tono de los bancos centrales, mientras las perspectivas de actividad económica mejoran para este año

Las expectativas económicas de las principales economías desarrolladas durante este año han mejorado con respecto a la última parte de 2022, al tiempo que resulta mejor de lo esperado, reduciendo la probabilidad de recesión económica al menos durante la primera parte de este año. El repunte en expectativas viene principalmente por el sector servicios, situándose en terreno de expansión económica en EE.UU., Zona Euro, Reino Unido, Japón y China. En tanto, las perspectivas en el sector manufacturero también mejoran pero se mantienen en terreno negativo, a excepción de China que apunta a una expansión económica hacia los próximos meses.

Para EE.UU. estimamos un crecimiento PIB en torno a 1,1% para este año, donde la probabilidad de recesión se sitúa en 60%. Para la Zona Euro, las perspectivas de crecimiento también han mejorado y apuntan a un 0,6%. En China, el crecimiento PIB alcanzaría 5,2%.



Fuente: Bloomberg y Bci Estudios



Fuente: Bloomberg, Bancos de inversión y Bci Estudios

En particular, en EE.UU. las mejores expectativas económicas han sido acompañadas por cifras de coyuntura durante enero mejor de lo esperado, donde se observa una aceleración mensual de las ventas minoristas y producción manufacturera. Esto último, ha llevado a la Fed a tomar una postura más agresiva en cuanto a la conducción de su política monetaria, debido a que un ritmo de desaceleración de la actividad económica menor a la esperada significa mayores presiones inflacionarias. La inflación en EE.UU. llega a 6,4% durante enero, explicada en un 64% por la inflación de servicios, dando cuenta de una importante inercia inflacionaria. En este escenario, la Fed llevaría la tasa Fed Funds al menos hasta 5,25% desde el nivel actual de 4,75%.

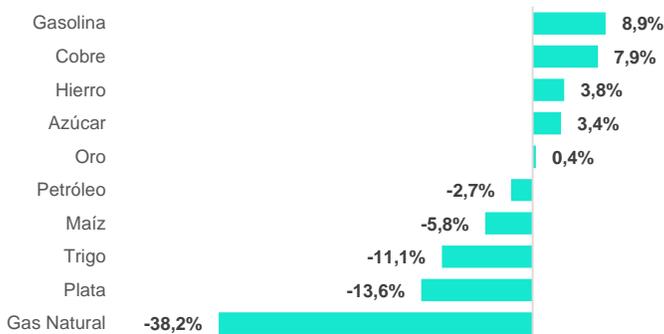
En tanto, en Europa también preocupan las presiones inflacionarias principalmente las que provienen de la inflación subyacente, que excluye alimentos y energía. La inflación en la Zona Euro y Reino Unido llega a 8,6% y 10,1% respectivamente durante enero. Las expectativas apuntan a un descenso de la inflación durante este año para las principales economías desarrolladas, sin embargo la velocidad sería más lenta de la esperada.

Mejores perspectivas de demanda de materias primas eleva el precio del cobre durante este año, pese a una postura más agresiva por parte de la Fed

El rápido repunte económico de China anticipa una mayor demanda del principal importador de materias primas del mundo. A esto se suma el apoyo que realizaría el gobierno para favorecer la demanda del cobre, crudo y soya. Por su parte, el precio del cobre durante este año ha subido un 7,9% situándose en torno a 4,1 USD/lb, motivado por mejores perspectivas de demanda y condiciones financieras. **Estimamos un precio del cobre en torno a 4,0 USD/lb durante este y el próximo año, con un sesgo alcista, en el mediano plazo, considerando la mayor demanda de metales, debido a una mayor inversión en el desarrollo de proyectos de energías verdes.** El precio del hierro también anota un crecimiento este año de un 3,8%, pese a que en el margen a caído como consecuencia de una menor demanda de acero. En lo último una postura más agresiva por parte de la Fed, ha generado un retroceso de los metales.

El precio del petróleo ha caído un 2,7% este año alcanzando los 78,13 USD/b, predominando el tono más duro por parte de la Fed, que anticipa un mayor nivel de tasas, por sobre una mayor demanda por parte de China luego del levantamiento de las restricciones sanitarias.

Evolución de los *commodities*
(Índice base 100 mar.-22)



Fuente: Bloomberg y Bci Estudios

Cobre. Proyecciones
(US\$/libra)



Fuente: Bci Estudios

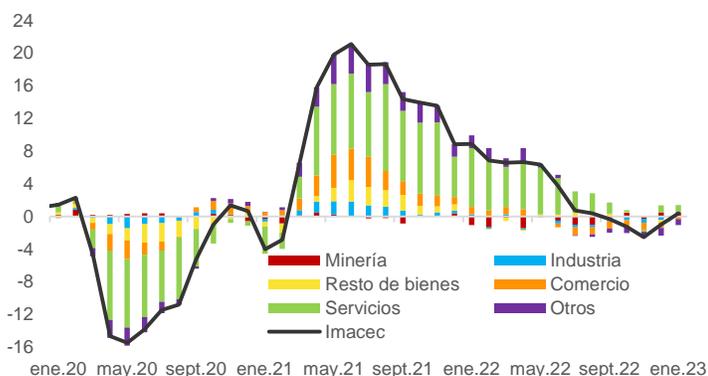
El precio del gas ha tenido una corrección importante durante este año, cayendo 38,2%. Las importaciones de gas licuado en Europa han aumentado con fuerza en relación al año pasado, aumentando los inventarios para enfrentar el repunte de la demanda.

El precio del trigo y el maíz can caído durante este año un 11,1% y 5,8% respectivamente, en un contexto donde se anticipa un acuerdo de exportación de granos de Ucrania a través del Mar negro. De todas formas, en el largo plazo condiciones climáticas más desfavorables sostendría un elevado nivel del precio de los granos.

En Chile, la actividad se muestra más resiliente de lo previsto frente a condiciones monetarias altamente contractivas

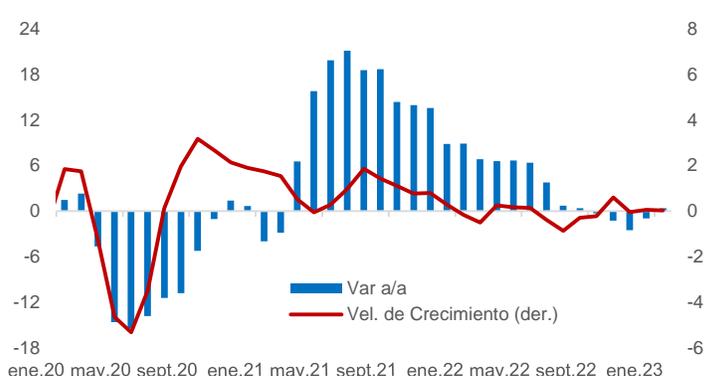
Desde nuestro último informe, la actividad ha sorprendido al alza, en especial desde el sector servicios y minería. Los datos de Imacec muestran que la actividad habría crecido 2,7% en 2022, un nivel bastante más alto de lo esperado. A su vez, hubo una importante revisión de datos del Imacec por parte del Banco Central, que nos muestra que tuvimos una leve recesión técnica en la primera mitad de año, con dos trimestres consecutivos que mostraron caídas en el crecimiento trimestral. **A su vez, con el dato de actividad mensual de enero, que sorpresivamente mostró un aumento de 0,4% anual, la configuración de los escenarios para 2023 tienen cambios importantes. Creemos que la dinámica de crecimiento será distinta a la que teníamos en noviembre, con su consiguiente impacto en inflación y tasas.**

Índice de Actividad Mensual y Contribución por Sectores
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile y Bci Estudios

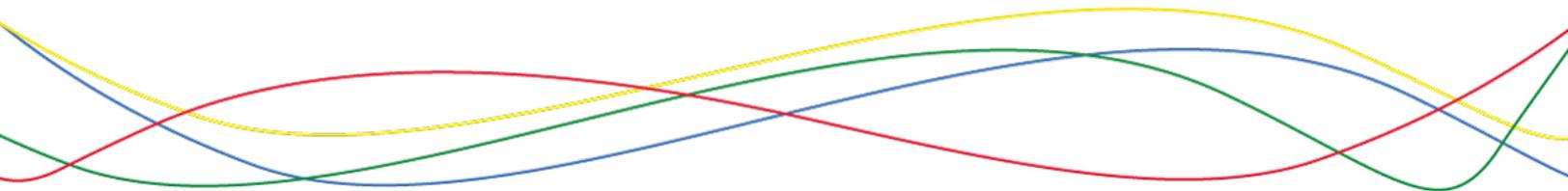
Crecimiento de la Actividad Mensual y Velocidad de Crecimiento
(Porcentaje; prom. trimestre móvil, var. mensual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile y Bci Estudios

La dinámica del crecimiento, nos muestra que la velocidad de crecimiento ha sido prácticamente cero los últimos tres meses, cuando se estaban esperando caídas. Esto se debe al sector servicios, donde el dinamismo de los servicios personales y empresariales destacan de manera positiva desde septiembre de 2022. Hay que señalar que entre ambas categorías hay un 21% del PIB. Por lo que si muestran alguna sorpresa, tiene un impacto relevante en las perspectivas de crecimiento. Servicios personales es donde se encuentra salud, educación, entretenimiento, entre otros, que fueron los sectores más golpeados por la crisis social de 2019 y la pandemia, y si se observa su dinamismo, éste había perdido fuerza en su recuperación desde que la economía comenzó su apertura, por lo que aún no recupera su nivel de crecimiento de tendencia que mostraba previo a octubre de 2019.

Estos resultados nos llevan a eliminar la probabilidad de recesión que veíamos para este año. Mostrando un positivo primer trimestre y luego caídas anuales hasta 2T23. El proceso de normalización que teníamos previsto para la economía se realizará de todas formas, aunque de manera más lenta a lo anticipado.



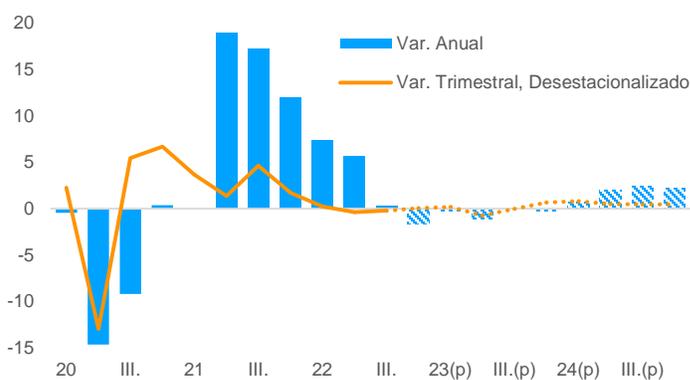
La diferencia en la dinámica de recuperación entre los diversos sectores, se debe a los golpes sufridos por la crisis social de 2019 y la pandemia. Éstos fueron muy disimiles a los vistos en otras crisis económicas. A su vez, hemos observado que el patrón de consumo aún se encuentra afectado por la crisis y la liquidez recibida. La recuperación en los ingresos de los hogares post pandemia y post ayudas sociales y retiros de los fondos no ha sido la misma en todos quintiles, a la vez que la propensión al gasto también es distinta. De todas formas, prevemos que el consumo de hogares caerá en 2023, para luego mostrar una recuperación en 2024.

PIB y Escenarios de Proyección (*)
(Variación anual, porcentaje)



(*) Valores corresponden a proyección del escenario base.
Fuente: Banco Central y Bci Estudios

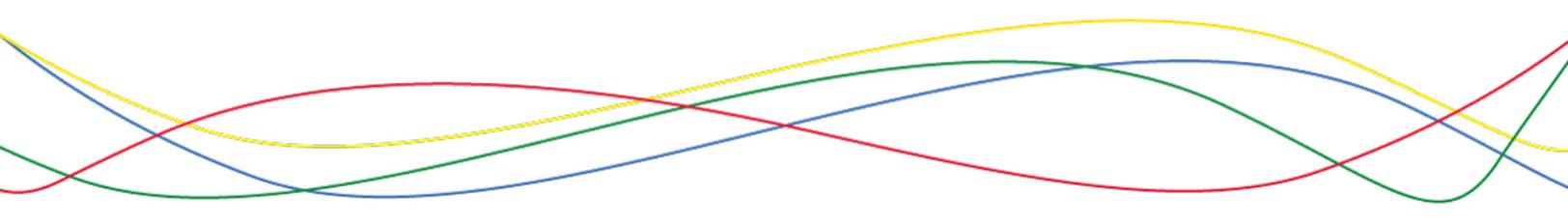
Inversión en Capital Fijo y Proyección
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central y Bci Estudios

Respecto a la inversión, vemos que la incertidumbre se mantiene elevada y la evaluación política del gobierno no ayuda a disminuirla. Desde el lado positivo, Hacienda mantiene una mirada más positiva y conciliadora con el sector privado y el Congreso. Las discusiones de las reformas tributarias y de pensiones se reanudarán este mes, y se esperan que hayan avances importantes. A su vez, el Gobierno se abrió a que privados entren en las licitaciones de litio, lo que ayudará a mejorar el panorama hacia el mediano plazo. De todas formas esperamos que la inversión caiga este año, en línea con el bajo catastro de inversión que hay en carpeta, para luego mostrar un repunte hacia adelante.

Prevemos que este año la economía se contraerá un 0,5%, para luego mostrar una mejora hacia 2024 y 2025, creciendo 1,8% y 2,0%, respectivamente. Esta mejora en nuestras perspectivas de crecimiento, impulsadas principalmente por una menor caída en el consumo de hogares, traerá como consecuencia negativa mayor inflación y mayores tasas.

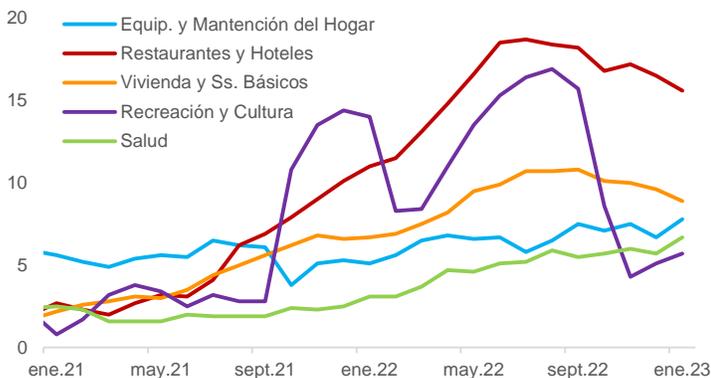


Continúa incertidumbre respecto a la evolución de la inflación. Se mantendrán presiones en el corto plazo y tendencia a la baja será menos acelerada de lo previsto.

La evolución de la inflación seguirá siendo el principal foco de atención durante todo 2023, ya que la dinámica de la disminución en de la variación anual no ha estado en línea a lo esperado. En agosto de 2022, la inflación en Chile alcanzó un inédito 14,1% anual, para luego comenzar a ceder hasta un 12,8% anual en diciembre de 2022. Sin embargo, el ritmo fue menor al esperado, y el dato de enero volvió a golpear las expectativas hacia adelante.

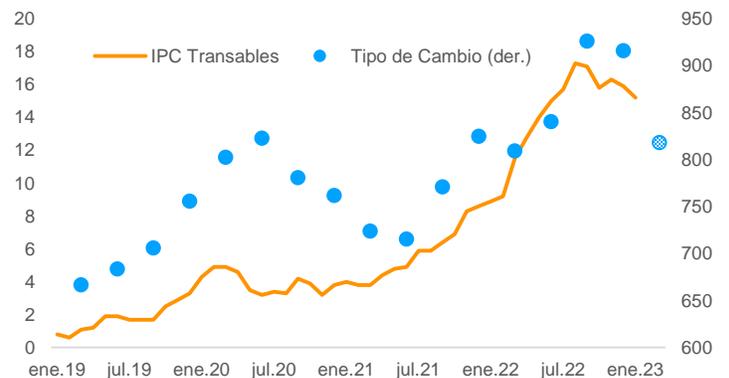
Cuando se analiza la evolución de los componentes desde septiembre, energía contribuyó de manera importante a la disminución, gracias a los menores precios internacionales de petróleo y la caída en el tipo de cambio. Bienes también aportó a la disminución, aunque no ha cedido como se esperaba, especialmente ante la apreciación del tipo de cambio.

Selección de Divisiones del IPC
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: INE y Bci Estudios

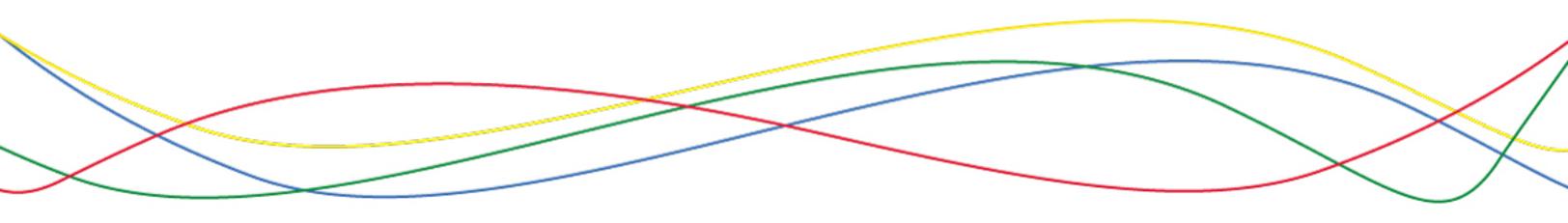
Inflación de Transables y Tipo de Cambio
(Variación anual, porcentaje; promedio trimestral, \$/USD)



* Promedio 1T23 es una estimación con los datos disponibles.
Fuente: Banco Central de Chile y Bci Estudios

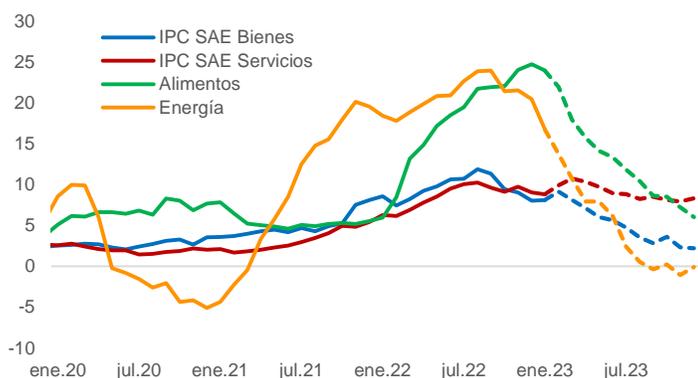
Por su parte, el precio de los alimentos, a pesar de la caída en los precios internacionales -luego del aumento debido a la guerra entre Rusia y Ucrania-, continuaron aumentando y sorprendiendo al alza los datos locales local. Pero lo que más nos llama la atención es la dinámica de algunos precios de servicios, que no han cedido en línea a lo esperado y algunos continúan aumentando. Esto ya que cuando hay un menor dinamismo de la economía y el poder adquisitivo disminuye, el precio de los servicios es lo primero que comienza a ceder, ya que en general, el consumo de los hogares se destina hacia bienes básicos como alimentos. De todas formas, esto está en línea con la evolución económica de los sectores, donde servicios se mantiene dinámico.

Desde el lado positivo, esperamos que el precio de los bienes y servicios transables muestren una disminución acorde con el menor nivel de tipo de cambio que ha mostrando durante lo que va del primer trimestre.



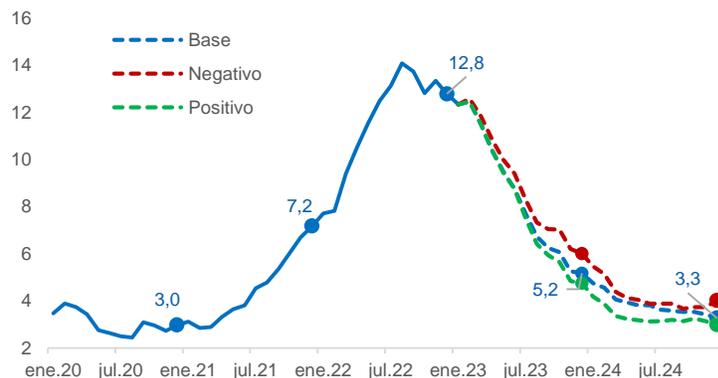
También prevemos que energía continuará con su tendencia a la baja durante todo 2023, e incluso hacia final de año, no contribuiría de manera positiva al IPC anual. Los precios de alimentos comenzará a ceder tímidamente, para luego tomar mayor fuerza, aunque de todas formas terminarían el año por sobre su promedio histórico y lo proyectado anteriormente. Los precios de los bienes también cederán, influenciados mayormente por la menor demanda y el tipo de cambio, y a fin de año se ubicarían cerca de su promedio histórico. Serán los precios de los servicios los que se encontrarán presionando al IPC y se mantendrán elevados, promediando cerca de 9% anual todo 2023. Lo cual está en línea con una actividad en este sector que se mantendría relativamente dinámica en comparación con el resto.

Inflación por componente y proyección
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: Banco Central de Chile y Bci Estudios

Escenarios para la Inflación
(Variación anual, porcentaje)



Fuente: INE y Bci Estudios

Bajo estos supuestos, entonces, la variación anual de la inflación comenzaría a ceder en 2023 y con mayor énfasis a partir del segundo trimestre. El escenario base de Bci Estudios establece que la inflación se ubicaría en 5,2% a diciembre de 2023 y en 3,3% en 2024. Lo cual es una revisión al alza respecto a nuestro informe anterior.

En el corto plazo, aún esperamos registros de IPC mensuales abultados, considerando la elevada indexación de la economía. Pero esperamos que a partir de mayo, la inflación vaya cediendo decididamente.

A nuestro juicio, con nuestros escenarios y su probabilidad de ocurrencia, los riesgos para la inflación se encuentran equilibrados, denotando aún que ésta se mantendrá elevada por mayor tiempo, pero que la dirección inflacionaria hacia el horizonte de proyección apunta a un descenso, cuya profundidad y ritmo aún poseen alta incertidumbre

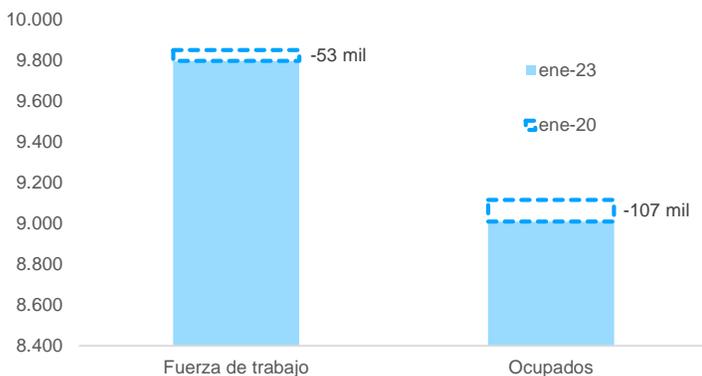
El mercado laboral en Chile no muestra mayor deterioro e incluso aparecen señales positivas. Pese a ello, persiste un escenario desafiante para 2023

El mercado laboral también muestra una sorpresiva resiliencia. La tasa de desempleo se ha ubicado en torno a 8%, con un ritmo acotado de creación de empleo y una participación laboral contenida. Esto último, sin embargo, ha comenzado a revertirse y la oferta laboral ha ido creciendo con mayor fuerza en el margen.

A juicio de Bci Estudios, el ritmo de recuperación en la participación laboral será una variable determinante para establecer el dinamismo del mercado laboral –y en parte también de la inflación- de cara a los próximos trimestres. A la fecha, la participación laboral se ubica en 60,6% del total de la población activa, es decir, cerca de 9,8 millones de trabajadores. Luego de 3 años, esta cifra alcanza el nivel previo a la pandemia. La fuerza de trabajo está creciendo en torno a 45 mil trabajadores por trimestre móvil y podría seguir elevándose en lo próximo.

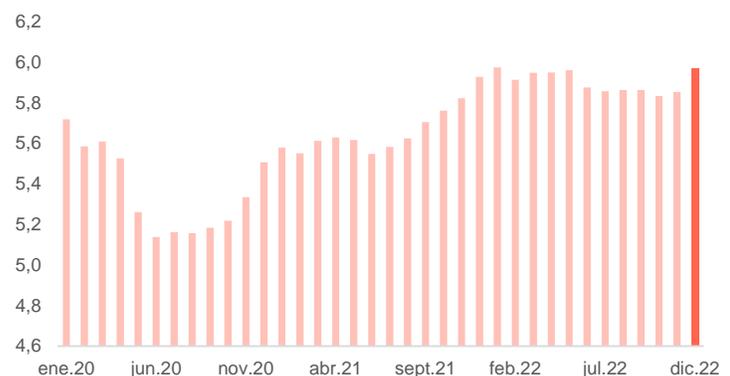
El ritmo de generación de empleo, en tanto, se sostiene en niveles contenidos, con un promedio de 40 mil nuevos ocupados por trimestre móvil. Ante un incremento esperado en la participación laboral y una dinámica estable para el empleo, el escenario base de Bci Estudios incorpora una tasa de desocupación en torno a 8,6% para fines de 2023.

Mercado Laboral en Enero 2023 vs Enero 2020
(miles de trabajadores)



Fuente: INE y Bci Estudios

Cotizaciones Mensuales Activas en AFP
(millones de cotizantes)



Fuente: Superintendencia de Pensiones y Bci Estudios

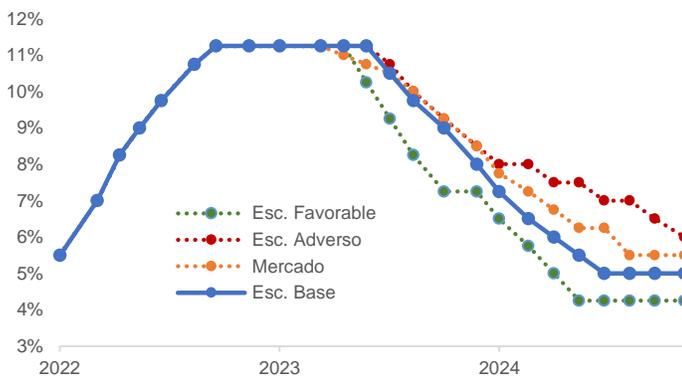
Pese a este escenario, aparecen señales positivas. Casi la totalidad del empleo creado en los últimos seis meses es trabajo asalariado, con un trabajo por cuenta propia que incluso ha ido retrocediendo. El trabajo formal, a su vez, ha ido ganando terreno pero explica solo el 37% del empleo creado en el período. El trabajo informal sigue siendo el mecanismo de ajuste para el mercado del trabajo. Otros indicadores como la cotización mensual de AFP y el monitoreo de los despidos según la Dirección del Trabajo muestran señales mixtas. Se advierte un repunte en las cotizaciones mensuales, pero también los despidos han ido subiendo con fuerza en lo último. Ello refleja un difícil escenario para el mercado laboral en Chile de cara al 2023, pero las cifras dan cuenta de un mejor pie de lo anticipado anteriormente.

Banco Central retrasaría decisión de iniciar ciclo de recortes en TPM, atendiendo a las sorpresas en inflación y actividad. Mercado ha ido suscribiendo paulatinamente a dicha visión.

El escenario económico observado a comienzos del año, ha ido modificando paulatinamente la expectativa en torno al devenir de la política monetaria hacia el mediano plazo. Por un lado, las sorpresas al alza en los registros de IPC durante los últimos meses, han consolidado una visión de una mayor persistencia inflacionaria, especialmente de elementos subyacentes. Lo anterior, ha estado directamente incidido por los mejores registros en variables de actividad, lo que supone un *driver* significativo para estimar que las mayores presiones de precios seguirán estando presentes, al menos dentro del corto plazo, pese a la alta contractividad de la política monetaria.

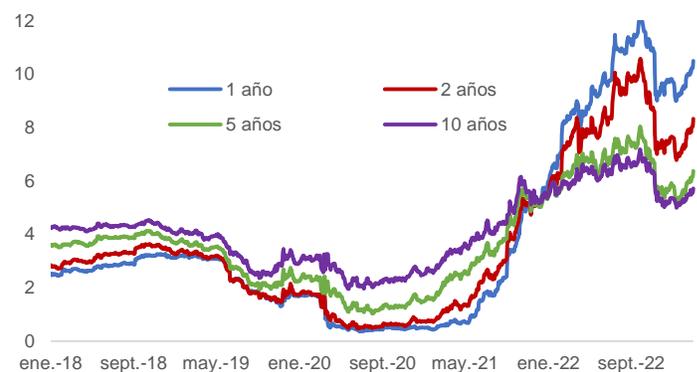
En este sentido, las expectativas de comienzo del ciclo de reducciones en TPM se han ido postergando, tanto a nivel de consenso como en lo implícito en instrumentos de mercado. Los registros de enero en IPC con un 0,8% mensual y el Imacec en 0,4% anual, han llevado a revisiones en las trayectorias de TPM propuestas respecto de nuestro último Informe. De acuerdo a nuestro escenario base, vemos a julio como el mes de inicio del ciclo de reducciones en tasa, con un recorte estimado de 75pb. Atendiendo a la intención del Consejo del Banco Central de no detener este ciclo, ni mucho menos revertirlo, vemos que a fines de año el instrumento de política alcanzaría un nivel de 8%. Con estos niveles, junto con nuestra trayectoria propuesta para la inflación, tendremos una tasa de política real que seguirá siendo restrictiva por todo este año.

Escenarios de TPM
(Porcentaje)



Fuente: Tradition y Bci Estudios.

Evolución Tasas Swap en Pesos
(Porcentaje)

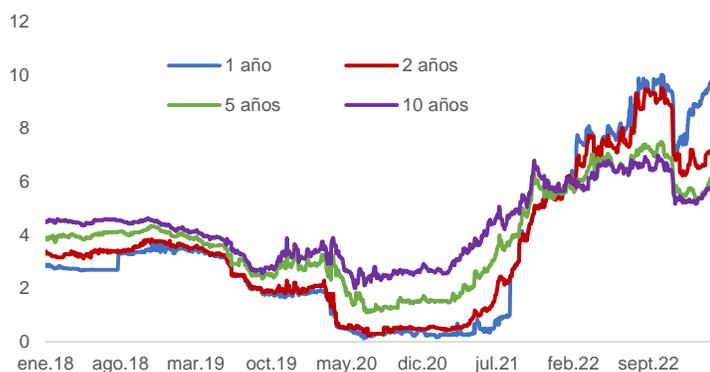


Fuente: Tradition y Bci Estudios.

A nivel de mercado, hemos visto que las sorpresas en IPC, y la consecuente revisión al alza en las expectativas de inflación, han llevado a un repunte significativo en los swaps nominales, especialmente en plazos inferiores a 5 años, lo que ha llevado a internalizar mayores niveles de TPM hacia plazos mayores. En este sentido, nuestro escenario base estima un nivel de 5% para fines de 2024, mientras que los precios de mercado internalizan un 5,50% en dicho horizonte.

El próximo IPoM a publicarse el próximo 5 de abril será clave para la conformación de expectativas, especialmente en lo que se refiere a la magnitud de los próximos recortes y a la premura de la autoridad monetaria por dar inicio al ciclo de expansividad con el actual escenario. Otra de las interrogantes que podría ser abordada, y que ha sido preocupación por parte de los Consejeros es cuál es el impacto de largo plazo de la permanencia de niveles tan altos en tasas y si la política monetaria ha podido contener eficazmente al fenómeno inflacionario reciente, atendiendo que las mayores presiones en precios provienen hoy desde fuentes domésticas.

Evolución Tasas de Bonos en Pesos
(Porcentaje)



Fuente: Bloomberg y Bci Estudios.

Estimación de Curva *Fair Value* Swap en Pesos
(Porcentaje)



Fuente: Tradition y Bci Estudios.

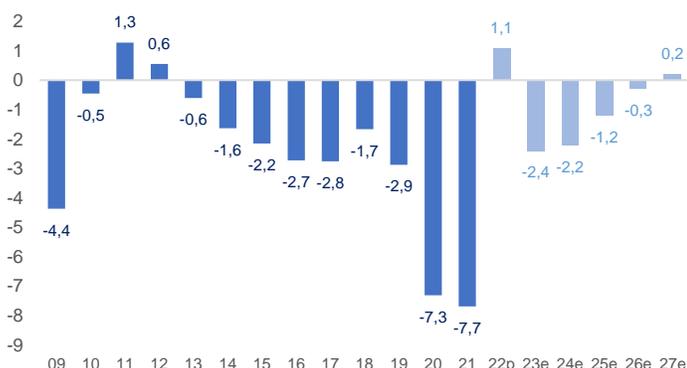
Respecto del impacto de nuestro escenario sobre variables de mercado, podemos afirmar que, pese al alza observada recientemente en tasas nominales, aún vemos espacio de incremento en los rendimientos inferiores a un año. A partir de ese plazo y hacia adelante, vemos niveles de *fair value* que se ubican bajo los niveles de mercado al cierre de este Informe. Lo anterior, considera niveles de *fair value* que aún presentan premios idiosincráticos asociados a la incertidumbre, especialmente desde el plano político, asociados a la discusión de reformas y a la agenda constitucional prevista para este año. Eventualmente, el despeje de dicha incertidumbre también afectará estas estimaciones, aminorando dichos premios.

A diferencia de lo observado en swaps, en el caso de los bonos vemos que los incrementos más significativos se han producido en aquellos de plazos inferiores a un año. En plazos mayores se han producido alzas, aunque de una magnitud más acotada, lo que podría estar asociado a una demanda mayor por parte del mercado por esta clase de activos. En el caso de instrumentos como el BTP-10 se prevén mayores niveles hacia los próximos meses, especialmente por la influencia de su par en EE.UU. sobre tasas locales, atendiendo a próximos incrementos sobre tasa *Fed Funds* y su impacto sobre toda la estructura de la curva en esa economía. La condiciones de arbitraje impulsarían, en nuestro caso, los rendimientos de la parte larga de la curva nominal.

Mejora transitoria en el resultado fiscal del año pasado, dará paso a mayores necesidades de deuda para financiar próximos déficits. Autoridad mantiene importante optimismo frente al escenario de actividad.

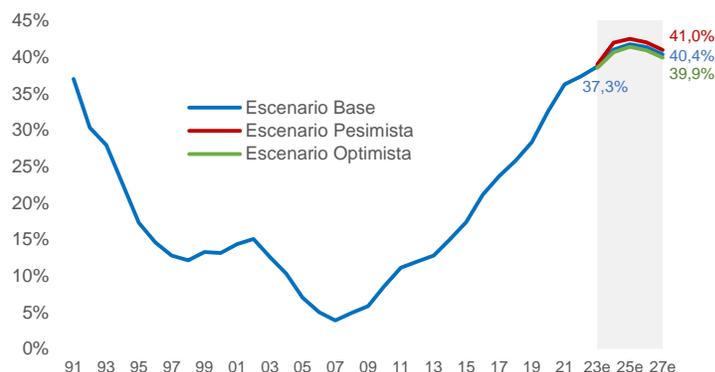
La actualización del escenario fiscal presentado por la Dirección de Presupuestos (Dipres) del Ministerio de Hacienda a mediados de febrero, apunta a que los mayores ingresos provenientes de la minería de litio fueron de carácter transitorio, y de forma significativa, fueron sustento del positivo balance efectivo en 2022. **Con un superávit de 1,1% del PIB, la economía volverá a mostrar resultados deficitarios durante los próximos 4 años**, los que considerando el optimista escenario de actividad propuesto para ese período, podría suponer un riesgo de mayor deterioro en el escenario fiscal, y con ello, mayores necesidades de endeudamiento.

Evolución y Proyección del Balance Fiscal Efectivo (% del PIB)



Fuente: Dipres y Bci Estudios. Nota: (p): preliminar, (e): estimación realizada por Ministerio de Hacienda en su IFP 4T22..

Evolución de la Deuda Bruta (% del PIB, acumulado 12 meses móviles)



Fuente: Dipres y Bci Estudios. Nota: (e): estimación y escenarios realizados por Ministerio de Hacienda en su IFP 4T22.

La discusión en torno a la Reforma Tributaria está en pleno proceso, y tras la última revisión de indicaciones, los efectos de recaudación progresiva consideran un incremento de 0,61% del PIB en 2023 hasta 2,66% del PIB en pleno régimen desde 2027. Con su aprobación, los riesgos de un deterioro mayor en el escenario fiscal podría verse aminorado. No obstante, también con su aprobación, las opciones de observar un crecimiento promedio de 2,8% para el período 2024 a 2027 parecen aún optimistas.

Respecto de la emisión de deuda prevista para este año, en febrero se dio comienzo a las colocaciones de instrumentos. Sin aún precisar el calendario para lo que resta del semestre, las operaciones fueron mediante la emisión de letras a 6 meses (lo que no afecta el margen de endeudamiento) y por BTP-2024. Cabe señalar que la emisión prevista para este año es de US\$15 mil millones, mismo monto de emisión anunciado en 2022. **El apetito del mercado por la deuda local se confirmó con una amplia demanda, en un contexto donde los incentivos de emisión siguen siendo mayores para el mercado local versus en el mercado externo.**

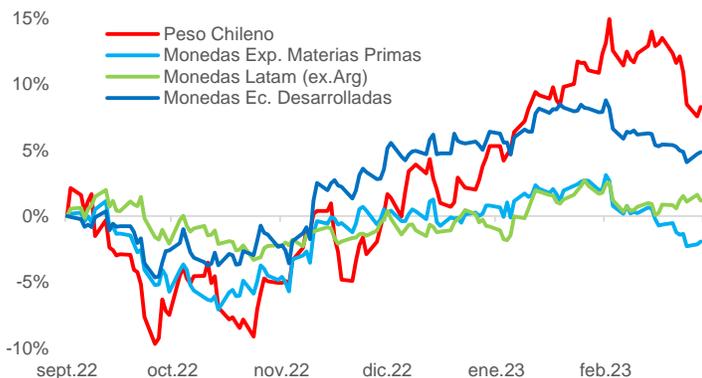
Respecto del resultado fiscal para el horizonte de mediano plazo, estimamos un déficit efectivo de -2,8% del PIB hacia 2023 y de -2,5% para 2024.

El peso chileno comienza el año con una marcada apreciación, pero que se ha ido revirtiendo. Se reconoce una menor presión sobre la moneda, favorecido por mejores condiciones económicas en Chile

El peso chileno ha tomado protagonismo en los últimos meses. Sigue siendo una de las monedas más apreciadas tanto en lo que va del año como en los últimos seis meses. Las razones provienen del escenario externo y del plano doméstico y si bien algunos aspectos son de carácter transitorio, se reconoce una menor presión sobre la moneda también en términos fundamentales.

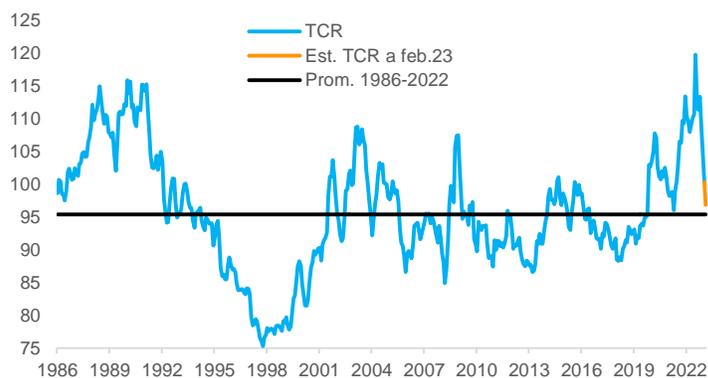
En el plano externo, los primeros meses del año mostraron un ajuste favorable hacia economías emergentes. La inflación cedió a fines de 2022 en las principales economías, lo que moderó la perspectiva de alzas en tasa de interés. Junto con la reapertura de China, se configuró un mejor escenario para los precios de materias primas y fuerte apreciación en las monedas correspondientes. Este escenario, sin embargo, se revirtió rápidamente ante una inflación más persistente, mayor presión sobre las tasas de interés y un dólar que ha vuelto a apreciarse a fines de febrero.

Peso chileno vs grupo de monedas
(Rentabilidad acumulada frente al dólar. Sept 2022: 0%)



Fuentes: Bloomberg y Bci Estudios

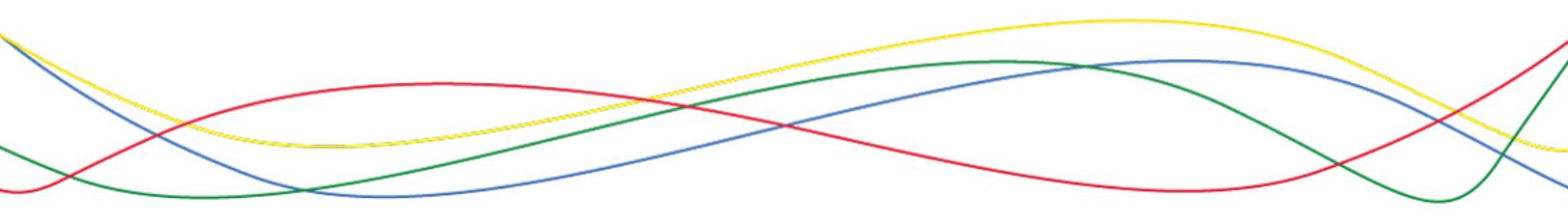
Tipo de cambio real para Chile
(1986:100)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bci Estudios

El escenario externo, en consecuencia, mantiene una alta incertidumbre y no se descartan episodios de volatilidad. La evolución de la inflación global, la inestabilidad geopolítica y la perspectiva de recesión asoman como los principales elementos a monitorear para el mercado de monedas de cara a los próximos trimestres.

Pese a ello, consideramos que es el escenario local el que será clave para establecer la dinámica del tipo de cambio en lo próximo. En este ámbito, se han levantado positivas señales de cara al peso chileno, entre ellas, la responsabilidad fiscal, los esfuerzos por reequilibrar las cuentas externas y los acuerdos políticos en materia constitucional.



Entre otras razones, ello ha favorecido que el tipo de cambio real se ubique ahora en torno a su promedio de largo plazo, algo no observado desde mediados de 2021 y muy lejos del máximo histórico de junio de 2022. La mirada más positiva sobre el peso chileno tendrá que ver también con la normalización en el déficit de cuenta corriente. Esperamos ya una normalización gradual en este indicador, de la mano con mejores cifras de balanza comercial registradas en lo último.

Los flujos sobre el peso chileno también han jugado un rol adicional sobre el movimiento del tipo de cambio. El Banco Central y el Ministerio de Hacienda están llevando a cabo operaciones no recurrentes de venta de dólares, que son de carácter transitorio. En febrero, el Hacienda liquidó USD2.000 millones y el Banco Central sigue con su proceso de licitación de dólares a plazo, donde diariamente se licitan al menos USD400 millones. De no mediar cambios, este proceso termina en junio de 2023.

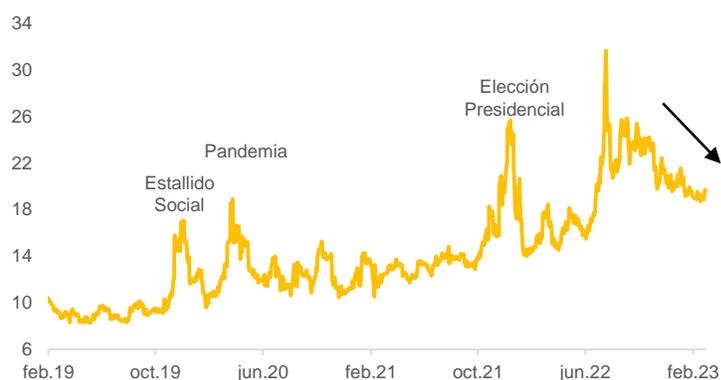
Por el lado del Banco Central, se advierte que las reservas internacionales se ubican en torno a 13% del PIB, muy por debajo de los últimos años y no descartamos que en algún momento la autoridad monetaria decida llevar a cabo un programa de compra de dólares, revirtiendo la tendencia actual. El actual flujo vendedor de dólares también fue acompañado por nuevas posiciones de extranjeros a favor del peso chileno, flujos que podrían revertirse rápidamente si el escenario global se vuelve más complejo, tal como ha ocurrido en ocasiones anteriores.

Posiciones Especulativas de No Residentes sobre Peso Chileno
(Millones USD; \$/USD)



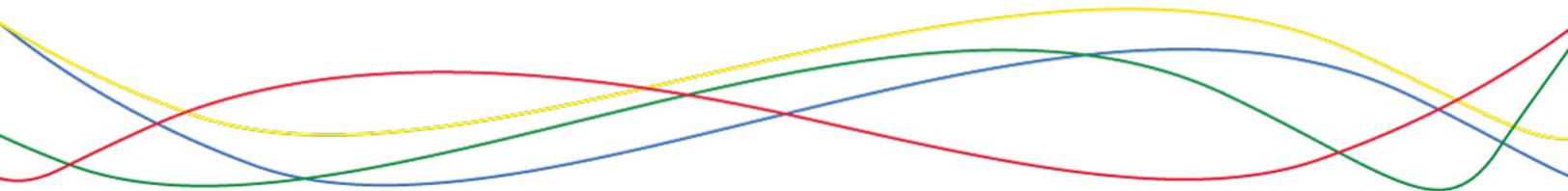
Fuentes: Bloomberg y Bci Estudios

Volatilidad del Peso Chileno
(Porcentaje, opciones \$/USD a 1 mes)



Fuentes: Bloomberg y Bci Estudios

Con todo, el escenario base de Bci Estudios contempla una paridad en torno a 840 \$/USD a fin de año, coherente con las perspectivas de tasa de política monetaria para EE.UU. y Chile, además de un precio del cobre cerca de 4,0 USD/lb. Si la inflación no cede a nivel global y se levantan los riesgos, ello podría generar una mayor presión depreciativa hacia nuestra moneda y volver al menos a \$900. Asimismo, el tipo de cambio podría ubicarse bajo 800 \$/USD, si la inflación logra ceder rápidamente y el dólar de EE.UU. retoma su tendencia de depreciación. Por ahora, los riesgos se encuentran equilibrados.

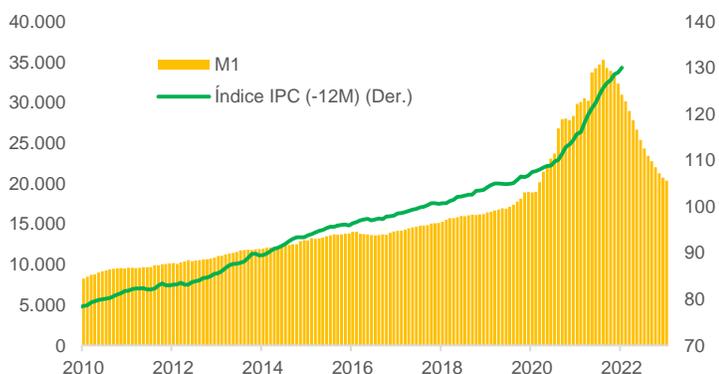


TEMA ESPECIAL. Una mirada a los agregados monetarios en la lucha contra la inflación

La evolución de la inflación seguirá siendo el protagonista de la economía chilena de cara a los próximos trimestres. Si bien existe consenso respecto a que la inflación va a ir cediendo en 2023, tanto en Chile como en el mundo existen dudas respecto al ritmo de descenso y si incluso existirá una “segunda vuelta” inflacionaria hacia los próximos años.

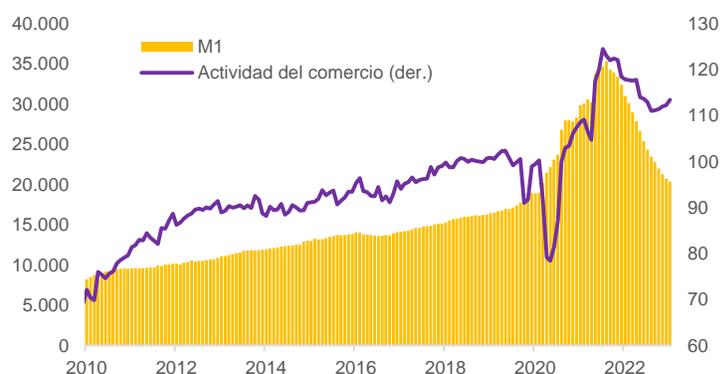
Los bancos centrales han actuado con una inédita contracción monetaria de manera de frenar las expectativas de inflación hacia plazos más largos. En este apartado, se monitorea la evolución de los agregados monetarios en Chile, con la finalidad de encontrar en qué etapa de la lucha contra la inflación nos encontramos.

Chile. Masa Monetaria Real e Inflación
(millones de pesos desestacionalizados; índice)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bci Estudios.

Chile. Masa Monetaria Real y Actividad del Comercio
(Millones de pesos desestacionalizados; índice)



Fuentes: Banco Central de Chile y Bci Estudios.

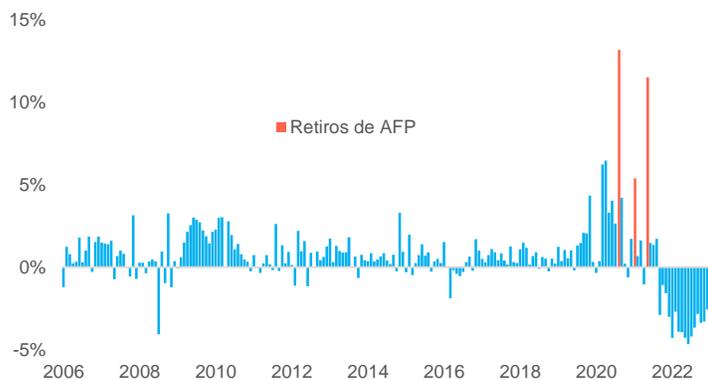
Si se considera que la inflación es un fenómeno monetario, se puede advertir una relación directa entre el crecimiento de la masa monetaria y la inflación en Chile. El M1 (la medición más agregada de los saldos monetarios) se duplicó entre 2019 y 2021, ajustando por inflación y estacionalidad. Los retiros de fondos de pensiones, las transferencias directas y la inyección de liquidez al sistema financiero se encuentran detrás de estos movimientos, siendo la respuesta económica de la época al fuerte impacto de la pandemia.

A enero de 2023, sin embargo, el M1 se ubica ahora en un nivel similar a enero de 2020, justo antes de la pandemia, pero la inflación aún entrega señales de un lento descenso. Indicadores de consumo, que también se vieron favorecidos por la inyección de liquidez, dan cuenta solo de un leve ajuste, a pesar de la inédita contracción monetaria que está llevando a cabo el Banco Central. Desde su punto máximo a la fecha, la masa monetaria ha descendido cerca de un 40% y a juicio de Bci Estudios, esta contracción debiera continuar en lo próximo para asegurar la convergencia inflacionaria.

La contracción de la masa monetaria ya acumula 16 meses consecutivos, un ritmo sin precedentes en la historia reciente, pero también antecedido por un aumento de liquidez inédito en los años previos. En los meses en que se ejecutaron los retiros de fondos de pensiones, la masa monetaria agregada para Chile se elevó hasta en 13% en solo un mes. En los meses recientes, en cambio, la contracción mensual del M1 no ha superado el -5%.

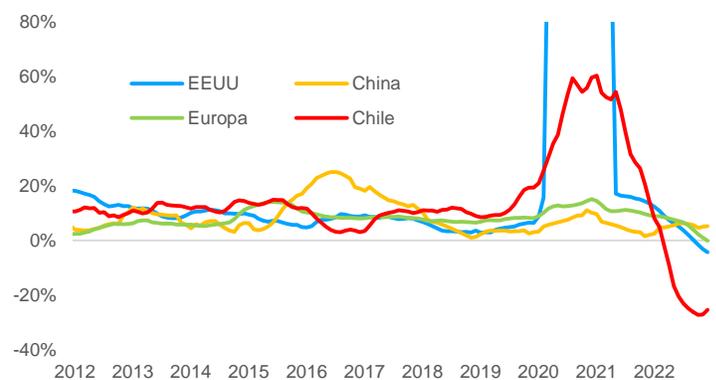
La lucha contra la inflación, en consecuencia, parece ser de largo aliento. La masa monetaria en Chile está en la dirección correcta e incluso se reconoce una contracción ampliamente superior a las principales economías del mundo, pero se advierte que será necesario sostener esta política monetaria contractiva por más tiempo, de manera de compensar el importante aumento de los saldos monetarios en el período pandémico.

Chile. Cambio Mensual de la Masa Monetaria
(Variación mensual, porcentaje)



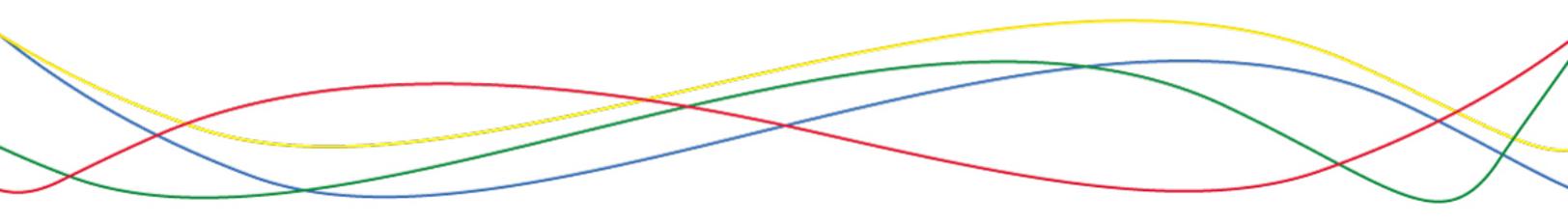
Fuentes: Banco Central de Chile y Bci Estudios.

Crecimiento del M1 en Economías de Referencia
(Variación mensual, porcentaje)



Fuentes: Bloomberg y Bci Estudios.

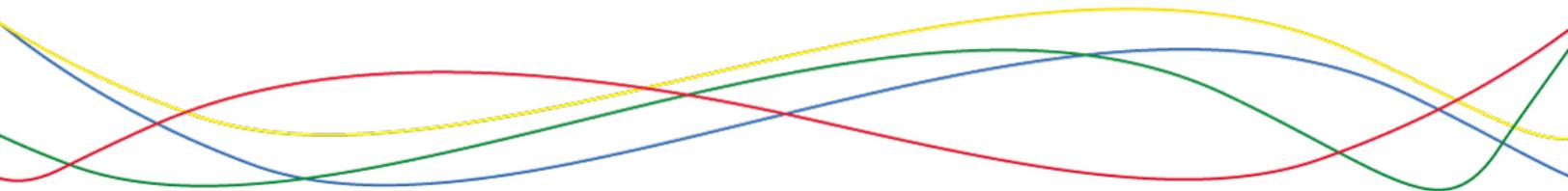
El escenario para la política monetaria, entonces, es altamente desafiante para el Banco Central. Establecer la dosis adecuada de contracción monetaria y guiar al mercado para la futura normalización son los elementos a monitorear de cara a los próximos meses. En Bci Estudios, anticipamos que el inicio de un ajuste en la contracción monetaria no se efectuaría antes de junio de 2023 y la política monetaria permanecerá en niveles contractivos hasta al menos los próximos dos años.



Riesgos para la Economía

Se reconoce en los últimos meses una moderación de los riesgos, atendiendo a una mejor adaptación de la economía mundial, así como de nuestra economía, a condiciones monetarias altamente contractivas. Ello ha llevado a un mejor ánimo en los mercados financieros, reconociendo que un escenario de recesión importante ha perdido fuerza. Al mismo tiempo, China ha abandonado su política altamente restrictiva en materia sanitaria, lo que le permitirá alcanzar un buen repunte en su actividad. Sin embargo, existen aún focos de riesgo relevante: la guerra en Ucrania sigue tensionando el orden geopolítico mundial, al tiempo que una inflación más persistente podría llevar a condiciones monetarias restrictivas de forma más prolongada. Del lado local, el escenario político si bien reconoce una mayor disposición al diálogo, no es descartable que, al calor del nuevo proceso constituyente y discusión de reformas claves, vuelva a mostrarse una alta tensión política que impacte negativamente la confianza. La inflación, al mismo tiempo, podría ser aún más persistente y llevar al Banco Central a postergar el inicio de baja de tasas, afectando la dinámica de crecimiento con miras especialmente a 2024.

Como es habitual, sobre la base de estos desarrollos, se definen escenarios alternativos. En el que se denomina favorable prevalece una mirada en que los acuerdos se establecen en las definiciones claves por venir, permitiendo una recuperación en la confianza y en el ánimo de los mercados. El escenario global, en tanto, se muestra más benigno, con menores presiones inflacionarias y mayor dinamismo. El panorama más desfavorable reconoce un proceso de reformas y un camino constitucional más trabado, con mayor tensión social y populismo. Del lado externo, se reconoce una recesión global en el escenario más negativo. Los riesgos económicos hacia lo que viene presentan un sesgo neutral, tal como se deduce de las probabilidades asignadas a cada escenario.



Escenarios de Riesgos

Escenario Principal

Probabilidad: 50%

Confianza económica va mostrando alguna mejoría gradual hacia 2024. En reformas claves se alcanzan acuerdos, tras larga discusión. Inversión se mantiene deprimida, debido a la incertidumbre aún presente en la economía. Gradual desaceleración económica mundial. Persiste la tensión geopolítica mundial.

		2021	2022	2023	2024	2025
Crecimiento PIB		11,7%	2,7%	-0,5%	1,8%	2,0%
Inflación	dic	7,2%	12,8%	5,2%	3,3%	3,0%
Tasa Política Monetaria	dic	4,00%	11,25%	8,00%	5,00%	4,00%
Desempleo	dic	7,5%	7,9%	8,6%	8,2%	8,0%
Tipo de Cambio (CLP/USD)	dic	850	859,5	840	820	820
Precio del Cobre (USD/lb)	dic	4,45	3,80	4,0	4,0	4,0
Precio Petróleo WTI (USD/b)	dic	75	80	75	70	70

Escenario Adverso

Probabilidad: 25%

Congreso impulsa políticas populistas. Se entrampan reformas claves por mayor polarización política. No se avanza en corregir los desequilibrios macroeconómicos. Persistencia en inflación global, lleva a recesión en principales economías. Aumenta tensión geopolítica mundial

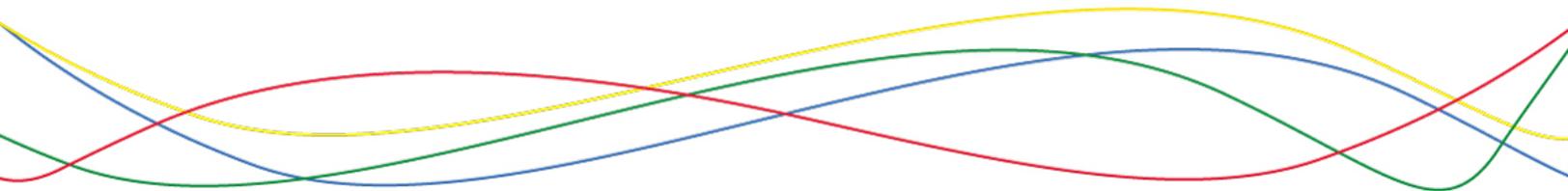
		2021	2022	2023	2024	2025
Crecimiento PIB		11,7%	2,7%	-1,5%	1,0%	1,2%
Inflación	dic	7,2%	12,8%	6,0%	4,0%	3,0%
Tasa Política Monetaria	dic	4,00%	11,25%	8,50%	6,00%	5,00%
Desempleo	dic	7,5%	7,9%	9,5%	9,5%	9,5%
Tipo de Cambio (CLP/USD)	dic	850	859,5	920	980	980
Precio del Cobre (USD/lb)	dic	4,45	3,80	3,5	3,4	3,4
Precio Petróleo WTI (USD/b)	dic	75	80	95	90	90

Escenario Favorable

Probabilidad: 25%

Rápido repunte en la confianza económica. Fluidos avances políticos en reformas claves. Se van instalando política a favor del crecimiento económico. Disminución gradual en la tensión global. Mejoran perspectivas económicas mundiales y precios de metales suben.

		2021	2022	2023	2024	2025
Crecimiento PIB		11,7%	2,7%	0,3%	2,3%	2,5%
Inflación	dic	7,2%	12,8%	4,7%	3,0%	3,0%
Tasa Política Monetaria	dic	4,00%	11,25%	7,25%	4,25%	3,75%
Desempleo	dic	7,5%	7,9%	8,0%	7,8%	7,8%
Tipo de Cambio (CLP/USD)	dic	850	859,5	800	780	780
Precio del Cobre (USD/lb)	dic	4,45	3,80	4,4	4,8	4,8
Precio Petróleo WTI (USD/b)	dic	75	80	65	65	65



Proyecciones Trimestral

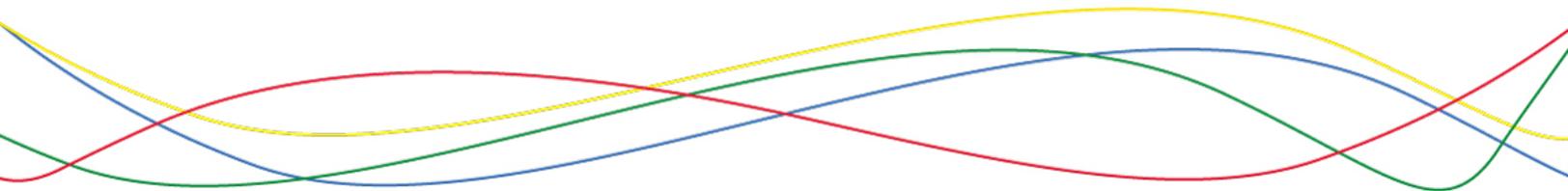
Chile		mar-22	jun-22	sept-22	dic-22	mar-23	jun-23	sept-23	dic-23	mar-24	jun-24	sept-24	dic-24
Crecimiento PIB Real (a/a)		7,4%	5,6%	0,3%	-1,6%	-0,3%	-1,2%	0,0%	-0,3%	0,7%	1,9%	2,4%	2,2%
Inflación Total (a/a)	fdp	9,4%	12,5%	13,7%	12,8%	11,5%	8,8%	6,3%	5,2%	4,1%	3,8%	3,5%	3,3%
Tasa política monetaria	fdp	7,00%	9,00%	10,75%	11,25%	11,25%	10,50%	9,00%	8,00%	7,00%	6,00%	5,50%	5,00%
Tipo de cambio (\$/USD)	fdp	786	918	968	850	810	830	860	840	820	820	820	820

EE.UU.		mar-22	jun-22	sept-22	dic-22	mar-23	jun-23	sept-23	dic-23	mar-24	jun-24	sept-24	dic-24
Crecimiento PIB Real (a/a)		3,7%	1,8%	1,9%	0,9%	1,5%	1,3%	0,8%	0,6%	0,7%	1,0%	1,2%	1,3%
Inflación Total (a/a)	prom.	8,5%	9,1%	8,2%	6,5%	5,8%	4,1%	3,4%	3,2%	2,8%	2,6%	2,4%	2,2%
Tasa Fed Funds (sup.)	fdp	0,50%	1,75%	3,25%	4,50%	5,00%	5,50%	5,50%	5,50%	5,00%	4,50%	4,00%	3,75%

Materias Primas		mar-22	jun-22	sept-22	dic-22	mar-23	jun-23	sept-23	dic-23	mar-24	jun-24	sept-24	dic-24
Precio Cobre (USD/lb)	fdp	4,73	3,73	3,38	3,81	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Precio Petróleo WTI (USD/b)	fdp	100	106	79	80	78	78	77	75	74	73	72	70

Nota: Proyecciones están destacadas en gris.

Fuentes: Bci Estudios en base a Banco Central de Chile, FMI y bancos de inversión



Glosario

Apreciación: Aumento en el valor de la moneda de un país respecto a otra o a una canasta de monedas

Bonos de Gobierno: Instrumentos de deuda emitidos por entidades de Estado

Commodities: Bienes físicos sin valor agregado y necesarios para la elaboración de productos más complejos. Se asocia con materias primas

Déficit Fiscal: Condición financiera en que gastos realizados por el Estado son mayores que los ingresos percibidos

Demanda Interna: Componente del Producto Interno Bruto por gasto. Incluye Consumo Privado, Consumo de Gobierno, Formación Bruta de Capital Fijo y Variación de Existencias

Depreciación: Disminución en el valor de la moneda de un país respecto a otra o a una canasta de monedas

Deuda Soberana/Deuda Pública: Conjunto de deudas que mantiene un Estado frente a otro acreedor

Flexibilización Cuantitativa (QE): Herramienta de política monetaria no convencional que busca aumentar la oferta monetaria a través de la compra de activos financieros.

Gasto Público: Consumo de Gobierno, relacionado con los recursos que desembolsa el Estado. Componente del Producto Interno Bruto por gasto

Inflación: Aumento sostenido en el nivel de precios de bienes y servicios

Meta inflacionaria: Esquema monetario asociado con la búsqueda de un nivel objetivo para la inflación dentro de un horizonte

Normalización Monetaria: Proceso en el cual la política monetaria se acerca hacia niveles neutrales

PIB: Producto Interno Bruto

PIB Potencial: Producto Interno Bruto de corto plazo. Puede ser afectado por *shocks* transitorios

PIB Tendencial: Producto Interno Bruto de mediano plazo. No afectado por *shocks* transitorios

Política Monetaria Contractiva: Política efectuada por la autoridad monetaria destinada a reducir el tamaño de la oferta monetaria

Política Monetaria Expansiva: Política efectuada por la autoridad monetaria destinada a incrementar el tamaño de la oferta monetaria

Tasa de Desempleo: Nivel de desocupación entre la población económicamente activa

Tipo de Cambio Real: Razón entre la moneda de un país respecto a otra o a una canasta de monedas incorporando la inflación local y externa

TPM: Tasa de Política Monetaria

Prohibida la reproducción total o parcial de este informe sin la autorización de Bci Estudios.

Este informe ha sido preparado con el objeto de brindar información a los clientes de la División de Banco de Crédito e Inversiones denominada, Bci Corporate & Investment Banking. No es una solicitud ni una oferta para comprar y vender ninguno de los instrumentos financieros que en él se mencionan. Esta información y aquella en la que está basado, ha sido obtenida en base a información pública de fuentes que estimamos confiables. Sin embargo, esto no garantiza que ella sea exacta ni completa. Las recomendaciones y estimaciones que emite este Departamento de Estudios respecto de las inversiones o expectativas responden exclusivamente al estudio de los fundamentos y el entorno de mercado en que se desenvuelven las compañías. No obstante, esto no garantiza que las proyecciones previstas se cumplan. Todas las opiniones emitidas en este informe pueden ser modificadas sin previo aviso. Bci Corporate & Investment Banking y/o cualquier sociedad o persona relacionada con el Banco, puede en cualquier momento tener una posición en cualquiera de los activos o instrumentos financieros mencionados en este informe y podría invertir o vender en esos mismos activos. El resultado de cualquier operación financiera, realizada con apoyo de la información que aquí se presenta, es de exclusiva responsabilidad de la persona que la realiza.